



Publicado en: José Luis Calva, compilador, *Macroeconomía del crecimiento sostenido. Agenda para el desarrollo*, vol. 4, México: UNAM-Miguel Ángel Porrúa, 2007, pp. 155-168.

Reflexiones sobre la política cambiaria en México

Carlos Guerrero de Lizardi
y
Carlos M. Urzúa*

Documento de Trabajo
Working Paper

EGAP-2006-06

Tecnológico de Monterrey, Campus Ciudad de México

REFLEXIONES SOBRE LA POLÍTICA CAMBIARIA EN MÉXICO

CARLOS GUERRERO DE LIZARDI

Y

CARLOS M. URZÚA *

RESUMEN

El documento inicia repasando las causas de la crisis económica de 1994-5, para así ejemplificar que las políticas cambiarias y monetarias no son independientes entre sí. Posteriormente ilustra cómo, bajo el actual régimen de flotación administrada, el peso mexicano tiene una propensión fuerte hacia la sobrepreciación, lo cual representa una anomalía ya que la moneda de un país con recurrentes déficit en cuenta corriente debería tender a depreciarse y no lo contrario. El texto revisa entonces cinco alternativas cambiarias que podrían contemplar las autoridades. La primera es el actual *status quo*. Esta vía es insuficiente porque, si bien contribuye al logro de la meta inflacionaria, provoca la ilusión de un mayor poder de compra a costa de los productores nacionales, y disminuye sustancialmente la eficiencia de la economía al distorsionar los precios relativos. Una segunda alternativa es la dolarización unilateral. Si bien habría algunas ganancias, como la reducción de los costos de transacción, ésta es también insuficiente, no sólo porque carecería de legitimidad entre los mexicanos, sino porque implicaría la pérdida del señoreaje, se carecería de un prestamista de última instancia, y no se tendría representación en el banco central estadounidense. La tercera, más mandatos al Banco de México, representa una alternativa inconsistente, en la medida que a diferencia de la Junta de la Reserva Federal de los Estados Unidos, nuestro banco central es autónomo. Una cuarta alternativa, la fijación de una tasa de inflación socialmente óptima, es adecuada pero utópica, pues ésta ciertamente excedería la actual meta de 3% (cifra fijada por el banco central tras aducir, erróneamente, que es óptimo contar con una tasa de inflación similar a la estadounidense). Proponemos finalmente una quinta alternativa, realista y razonable, la cual consistiría en que la Comisión de Cambios establezca un régimen que permita la restauración de la competitividad del tipo de cambio. Se trataría de establecer un *piso* para la relación peso-dólar nominal con base a un tipo de cambio real secularmente competitivo, cuya magnitud seguiría una regla replicable por todos los agentes económicos.

* Respectivamente profesor y director de la Escuela de Graduados en Administración Pública y Política Pública (EGAP) del Tecnológico de Monterrey, Campus Ciudad de México.

REFLEXIONES SOBRE LA POLÍTICA CAMBIARIA EN MÉXICO

“The educated general public too often stands in awe of central bankers. Too many central bankers’ demeanor suggests that they view themselves as but one small step removed from divine status [...] All this is dangerous from the perspective of effective economic management and unhealthy for political democracy.” (Buiter, 2005, p. 29).

Introducción

El régimen cambiario que prevalece en México desde fines de 1994 es el de flotación. Como se recordará, el anterior régimen, basado en una banda cambiaria reptante, tuvo que ser abandonado pocos días después del estallido de la más reciente crisis económica sufrida por el país. ¿Fue dicha sustitución una de las tantas consecuencias de la crisis? Al respecto, el propio Banco de México (1996, p. 66) lo justificó simplemente así: “la devaluación del peso mexicano ocurrida en diciembre de 1994, combinada con los bajos niveles de reservas internacionales [...], volvieron conveniente la adopción de un régimen cambiario de flotación”.

Dicha adopción, vale la pena precisar, fue responsabilidad de la Comisión de Cambios, no del Banco de México, aunque el texto citado parezca implicar lo contrario. En efecto, la autonomía de la que goza el banco central (concedida precisamente un año antes de la crisis) se reduce al ámbito monetario, pues la política cambiaria compete a dicha comisión, integrada por el secretario de Hacienda y Crédito Público y dos subsecretarios, así como por el gobernador del Banco de México y dos miembros de la Junta de Gobierno. Sus resoluciones se toman por mayoría de votos, pero es necesario el voto favorable de, por

lo menos, uno de los representantes de la citada secretaría, cuyo titular, subrayemos, tiene voto de calidad.

Hay un segundo punto sobre el cual también vale la pena ahondar. A pesar de que las autoridades del banco central acostumbran referirse al régimen cambiario actual como de “libre flotación”, un término más preciso es el de “flotación administrada”. La razón es que las autoridades del banco central han dado muestras fehacientes de que están dispuestas a intervenir en caso de que haya variaciones súbitas del tipo de cambio. Esto sucedió a lo largo de 1995-1996, y volvió a ocurrir tras la crisis rusa de 1998, cuando la intervención fue hecha de manera notable a través de una alza significativa en las tasas de interés.¹ Esta precisión no se hace por un mero prurito lingüístico, ni tampoco para irritar a las autoridades monetarias; más bien lo hacemos para explicitar que, aun cuando este texto trata de manera genérica sobre la política cambiaria, en las siguientes páginas tendremos también que referirnos, aunque sea de manera tangencial, a la política monetaria.

Un mínimo vistazo a la última crisis económica

Comencemos reflexionando acerca de los factores que provocaron el embrollo económico de 1994, pues esto puede ayudarnos a poner en perspectiva el resto de las secciones del documento. Aunque tal episodio fue repetida y ampliamente analizado en los noventa, las opiniones acabaron polarizándose. En general, la mayoría de los estudios reconocieron que la crisis fue parcialmente debida a factores como la caída en el ahorro interno, la falta de una supervisión bancaria adecuada por parte de las autoridades hacendarias, el déficit

¹ Esta afirmación es compartida no sólo por muchos economistas mexicanos, sino también por observadores extranjeros. Véanse, por ejemplo, Calvo y Reinhart (2002), y Grandes y Reisen (2005).

público de los intermediarios financieros (el cual no era contabilizado de manera abierta), el consumo excesivo en detrimento de la inversión, y el asesinato del candidato presidencial Luis Donaldo Colosio en marzo de 1994. Pero donde nunca hubo un acuerdo fue acerca del papel que jugó la sobrevaluación del peso en la gestación de la crisis.

Mucho antes de diciembre de 1994, de hecho ya a principios de 1992, un buen número de economistas mexicanos sonaron la alarma acerca de la “fortaleza” que estaba adquiriendo la moneda. No obstante, no fue sino hasta la aparición de escritos en el extranjero, especialmente el trabajo de Dornbusch y Werner (1994), cuando las autoridades monetarias y fiscales se ocuparon de dicha alarma..., aunque fuese sólo para descartarla de un plumazo.

Pero abordemos el asunto por partes. ¿En qué se basaban los que advertían sobre la creciente sobrevaluación del peso? La estimación de la sobrevaluación la hacían ajustando el tipo de cambio por los índices de precios internos y externos (la manera de hacerlo será ilustrada, para el periodo actual, en la siguiente sección). Este procedimiento está asociado a la conocida hipótesis de la paridad de poder de compra (PPC), según la cual el tipo de cambio nominal E_N es meramente un operador que traduce de manera aproximada el índice de precios externos P^* en términos del índice de precios locales P :

$$E_N P^* \approx P \quad (1)$$

Es bien sabido que esta relación de largo plazo se incumple en horizontes cortos por diversas razones, entre otras porque no todos los bienes producidos en un país son comerciables, porque los términos netos de intercambio pueden variar por razones de oferta

o demanda y, finalmente, porque el comportamiento de los precios internos puede ser diferente entre países. No obstante, la ecuación (1) proporciona una manera sencilla y útil de averiguar si hay indicios de una posible sobrevaluación de la moneda. Eso fue lo que varios estudiosos hicieron antes de la crisis, y lo que encontraron fue, por supuesto, que la moneda estaba sustancialmente sobrepreciada.

Está por demás añadir que las autoridades del banco central lo negaron. ¿Qué argumentos dieron en contra? Dada la magnitud de la sobrepreciación, uno esperaría un contrargumento muy elaborado, pero no fue así.² En las consideraciones finales de su *Informe Anual 1994* argumentaron que en lugar de estimar a través del tipo de cambio nominal y los índices de precios al tipo de cambio real ($E_N P^*/P$), habría que utilizar mejor los costos unitarios laborales en el sector manufacturero. La Gráfica 1 ejemplifica ese nuevo procedimiento (es similar a la gráfica que aparece en el *Informe Anual 1994*, p. 85).

Insertar aquí la Gráfica 1

¿Qué se puede concluir de esa gráfica? Antes de analizarla, bien vale la pena criticar su fundamento. El uso de los costos laborales del sector manufacturero para estimar el tipo de cambio real es incorrecto. De acuerdo con el efecto Balassa-Samuelson un incremento en la productividad laboral del sector ligado a los comerciables llevaría a una apreciación, no a una depreciación, del tipo de cambio real (al incrementar los precios relativos de los no comerciables, pues éstos van a la saga en productividad). Puesto de otra manera, un asunto es la competitividad sectorial y otro *muy distinto* es la competitividad cambiaria.

² Uno esperaría tal razonamiento dado que las autoridades pretendían, parafraseando el título del trabajo de Ghoshroy-Saha y van den Berg (1996), justificar su intento fútil de vencer la hipótesis de PPC.

Pero supongamos que ese procedimiento fuese válido. La gráfica nos indicaría entonces que durante todo el sexenio salinista hubo una apreciación sostenida de dicho “tipo de cambio real” y que ésta sólo se revirtió a partir del asesinato del candidato en marzo de 1994. Al menos nosotros lo vemos así, pero el Banco de México (1995, p. 86) optó por poner el énfasis en otro lado:

“Así, de haber existido una sobrevaluación del peso ésta habría sido mayor a finales de 1993. Sin embargo, en ese entonces no hubo inestabilidad en los mercados financieros del exterior, ni existieron presiones sobre el nivel de reservas internacionales debido a factores exógenos. De ahí que parezca conveniente buscar otras explicaciones del origen de la devaluación de diciembre de 1994”.

El origen de la crisis, acabaron por asegurar Gil Díaz y Carstens (1996, p. 168), en aquel entonces funcionarios del banco central, era claro: en 1994, “Mexico experienced a politically triggered speculative attack”.

La segunda falla en el razonamiento de las autoridades monetarias radica en que, por no haber habido un ataque especulativo contra el peso en 1993, éste no estaba sobrepreciado de manera sustantiva. Pero lo estaba. Los efectos de una sobrevaluación acababan reflejándose en un déficit de la cuenta corriente que se torna insostenible, o en una paulatina desindustrialización (piénsese en las consecuencias del consejo monetario argentino). En el caso de México lo que sucedió fue lo primero. En 1991 el déficit en cuenta corriente llegó a ser del orden de 5.2% del PIB, un porcentaje considerable pero que palidece ante el observado en 1992: ¡7.5% del PIB! Como se nota en Urzúa (1997, p. 101), este último porcentaje era ya mayor al que se tuvo a fines de diciembre de 1981, apenas ocho meses antes del estallido de la otra gran crisis. Y aunque la economía creció en 1993

apenas un 0.6%, el déficit en cuenta corriente de ese año siguió siendo altísimo: 6.6% del PIB. Todo eso, dicho sea de paso, antes del desafortunado asesinato de Colosio.

La pregunta obvia que surgiría entonces es si tales déficit con el resto del mundo eran sostenibles en el largo plazo, o si más temprano que tarde se tendría que dar un golpe de timón y devaluar la moneda. Esa pregunta se la hicieron Núñez y Urzúa (1996), quienes usando un modelo de series de tiempo con intervenciones llegaron a la conclusión que la economía no estaba satisfaciendo su restricción presupuestaria intertemporal mucho antes de la erupción de la crisis. De hecho, ellos encontraron que los déficit en cuenta corriente eran ya insostenibles en el largo plazo desde fines de 1992.

Mediciones del desalineamiento del peso frente al dólar

A la luz de la discusión en el apartado anterior, ¿qué podemos decir ahora de la situación actual? Hay que comenzar subrayando que en estos momentos no hay alarma alguna por el déficit de la cuenta corriente que mantenemos con el resto del mundo. Esto debido a la actual bonanza en el precio del petróleo, a la dinámica de las exportaciones ligadas a ciertos sectores de manufactura, y a las crecientes remesas de los mexicanos que trabajan en el extranjero.³ Pero eso no implica que la moneda no esté sobrepreciada. Para explorar la posible desalineación del peso frente al dólar, usaremos en este apartado varios enfoques, comenzando por el obvio: la hipótesis de la PPC presentada en la ecuación (1).

³ En el 2005, la IED de cartera sumó 10,189 millones de dólares, las remesas ascendieron a 20,035, y las exportaciones petroleras a 28,311 millones de dólares. Si el precio medio del barril no hubiera sido de 42.8 sino de 23 dólares, precio de referencia según los *Criterios Generales de Política Económica*, los ingresos habrían caído 13,052 millones de dólares, ocasionando un saldo negativo en la cuenta corriente de 22,944, muy superior a la meta de 9,892, que en términos del PIB representaría un 3.0%, y no un 1.3%.

Para empezar, dejemos asentada aquí la *validez en el largo plazo de PPC* para la economía mexicana. Para probar tal aserto construimos una base de datos mensuales que abarca el periodo 1932:01-2005:12. Según la hipótesis, el comportamiento del tipo de cambio nominal refleja la evolución de los índices de precios. Dicho de otra manera, las variables mencionadas presentan un “comovimiento”. Esto se puede ilustrar visualmente: en el eje horizontal de la Gráfica 2 se presenta, mes con mes a partir de 1932, el logaritmo del diferencial de los índices de precios, y en el eje vertical se presenta el logaritmo del tipo de cambio nominal. Además, se incluye una línea de 45° que sugiere el papel de “atractor” del cociente de los índices de precios respecto al tipo de cambio nominal.

Insertar aquí la Gráfica 2

La Gráfica 2 evidencia cómo si bien el valor del tipo de cambio nominal no refleja necesariamente el diferencial de los índices de precios, tampoco se aleja sustancialmente del mismo; esto es, observamos una relación de equilibrio de largo plazo con desviaciones en el corto plazo entre las variables en juego. El resultado de un análisis de cointegración comprueba lo anterior (el coeficiente es significativo al 5%):

$$\text{Log}(E_N) = 1.008(\text{Log}(P) - \text{Log}(P^*)) \quad (2)$$

La validez empírica, en el largo plazo, de la hipótesis PPC no representa una mera coincidencia estadística. Si bien en los 74 años que abarca el ejercicio cuantitativo nuestro país ha aplicado distintos regímenes cambiarios, lo que establece el contenido de la

ecuación (2) es que el tipo de cambio nominal acaba siempre teniendo como punto de referencia al cociente de los índices de precios. Esto siempre en el largo plazo, pues en general la restricción implicada por la hipótesis PPC no es válida en horizontes cortos. De hecho, las variaciones que observamos en la Gráfica 2 así lo manifiestan.

Establecido lo anterior, procedamos a utilizar los índices de precios de México y Estados Unidos para hacer una primera valoración del tipo de cambio actual. El primer paso consiste en establecer el diferencial de inflaciones entre los dos países desde 1996 a la fecha (en 1995 la moneda se sobreajustó en demasía). Por ejemplo, entre diciembre de 1996 y diciembre de 2005, el diferencial de inflaciones ascendió a 6.14%, ya que la inflación anual promedio fue en México de 8.56% y en Estados Unidos de 2.42%.

El siguiente paso es comparar el tipo de cambio nominal que prevaleció al final de un cierto año con el que debería prevalecer de acuerdo con el diferencial de inflaciones y un año base. Los resultados así obtenidos se encuentran en el Cuadro 1. Siguiendo con el ejemplo, al tomar como base el año 1996 y dado que el diferencial inflacionario anualizado fue de 6.14%, el tipo de cambio ajustado para el cierre de 2005 sería 13.49 pesos por dólar y no 10.77. ¿Es esta cifra demasiado alta? Tal vez. Si tomamos en su lugar como año base a 1997, el cuadro muestra que el tipo de cambio ajustado sería 12.21. En todo caso, al considerar cada uno de los años como puntos de referencia evitamos la identificación de uno solo como “valor de equilibrio”. Pero el grueso de la información contenida en el Cuadro 1 muestra una marcada propensión hacia la revaluación del peso bajo el actual régimen cambiario, y relativiza la afirmación respecto a que “la flotación tiene la gran virtud de hacer improbable que el tipo de cambio se aleje, de manera persistente y

considerable, de los niveles que en las distintas épocas resultan congruentes con las condiciones fundamentales de la economía” (Banco de México, 1997, pp. 103).

Insertar aquí el Cuadro 1

Revisemos ahora otros indicios de la sobrevaluación del peso a fines de 2005. ¿Qué diría la OCDE al respecto? Probablemente no explicitaría su punto de vista, por razones diplomáticas. Pero podemos conjeturarlo de manera indirecta. En efecto, ese organismo calcula de manera rutinaria las paridades de poder de compra de sus países miembros, las cuales son estimadas como las tasas de conversión respecto al dólar que igualan el poder de compra de las diferentes monedas. Según la OCDE, entre el 2002 y 2005, por ejemplo, la depreciación del poder de compra del peso mexicano fue de 12% (OECD, 2006), por lo que el tipo de cambio de cierre del 2005 debió ser 11.81 pesos por dólar (un nivel mayor, por cierto, al 10.96 del Cuadro 1).

Consultemos ahora lo escrito por las autoridades hacendarias. ¿Qué tipo de cambio preveían para fines de 2005? Los *Criterios Generales de Política Económica 2005* establecían como “nivel de referencia” 11.6 pesos por dólar. ¿Y el sector privado? La *Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado* preveía una cifra de 11.86. ¿Y los mercados de futuros? Según Bloomberg el precio de la divisa cerraría en 11.82 pesos por dólar.

Pero quizás la forma más espectacular, si no contundente, de evidenciar la sobrevaluación del peso es la siguiente. En la Gráfica 3 observamos la fracción porcentual

de la economía mexicana (medida en dólares corrientes) respecto a la estadounidense (medida también en dólares).

Insertar aquí la Gráfica 3

Durante los 85 años registrados en la gráfica, el tamaño relativo promedio de la economía mexicana ascendió a 3.37% respecto a la estadounidense. De mayor a menor, en 1981 el cociente fue de 8.39%, en 1980 de 7.36%, en 2001 de 6.09%, en 2002 de 6.07%, y en quinto y sexto lugares de los 85 datos, encontramos 1994 y 2005, con pesos idénticos de 5.90%. Pero el año 1995 aparece hasta el lugar 29, con un cociente de 3.77%. Así las cosas, entre 1995 y 2005, nuestro país aumentó su tamaño relativo en 2.13%. Reconociendo que la dimensión real de una economía no cambia sustancialmente en el corto plazo, y que tampoco lo hace su magnitud relativa, estos resultados sugieren la fuerte apreciación del peso tanto en 1994 como en el 2005.

El tipo de cambio real y el crecimiento económico

Desde un punto de vista teórico, la actual sobrevaluación del peso constituye también una absoluta anomalía, pues el tipo de cambio real en una economía deficitaria en su cuenta corriente debería tender a depreciarse, no lo contrario. Y bien sabemos los mexicanos que, excepto por periodos inmediatamente posteriores a una devaluación, la economía mexicana siempre ha sido deficitaria respecto al resto del mundo. Este hecho tiene también un sustento teórico y empírico, como se verá en este apartado.

Esquemáticamente, el crecimiento económico de un país enfrenta tres restricciones. La primera es el hecho de que la cantidad de producto potencial $Y_{K,L}$ depende de la cantidad y calidad de la infraestructura física y de capital humano. La segunda enfatiza el papel de la demanda efectiva doméstica y del resto del mundo Y_{DE} como la fuerza que impulsa la producción de bienes y servicios. La tercera restricción establece que el crecimiento económico sostenible supone un equilibrio entre las capacidades exportadoras y los requerimientos de importaciones de una economía $Y_{X=M}$. Desafortunadamente, las tres limitaciones no son excluyentes y operan simultáneamente con distinta fuerza.

Las abruptas alteraciones del tipo de cambio, las conocidas crisis recurrentes padecidas a lo largo del siglo XX, y la actual fase de expansión acotada por la dinámica del resto del mundo, sugieren que la tercera restricción constituye la debilidad estructural dominante en la historia económica de nuestro país, véanse por ejemplo Moreno-Brid (1999), López y Cruz (2000), Ibarra (2005) y Guerrero (2006a). Para visualizar nuestro dicho basta elaborar una gráfica de dispersión. En el eje horizontal de la Gráfica 4 se encuentra la tasa de crecimiento anual del PIB real en por ciento, mientras que en el eje vertical las exportaciones netas (la diferencia entre las exportaciones e importaciones), medidas en billones de pesos a precios de 1993. Como ilustra la gráfica, la nube de coordenadas sugiere una asociación negativa entre ambas variables.

Insertar aquí Gráfica 4

Rigurosamente hablando, las exportaciones netas no sólo dependen del nivel de actividad económica interno, sus otros determinantes son el tipo de cambio real y el nivel

de ingreso de nuestros socios comerciales. Sin pérdida de generalidad bien podemos centrarnos en Estados Unidos y, con cierta pérdida de precisión pero siguiendo básicamente a la literatura al respecto, podemos imputar el tipo de cambio real de acuerdo con la hipótesis PPC. Tras lo anterior podemos emprender ahora un análisis de cointegración para los subperiodos 1929-1982 y 1986.3-2005.3. Los resultados obtenidos fueron los siguientes (todos los coeficientes son significativos al 5%):

$$\text{Log}\left(\frac{X}{M}\right) = -0.160 * \text{Log}(Y_{Mex}) + 0.323 * \text{Log}(Y_{EEUU}) + 0.325 * \text{Log}(E_R) \quad (3)$$

$$\text{Log}\left(\frac{X}{M}\right) = -1.417 * \text{Log}(Y_{Mex}) + 1.881 * \text{Log}(Y_{EEUU}) + 1.263 * \text{Log}(E_R) \quad (4)$$

Los parámetros de las ecuaciones representan las elasticidades ingreso y sustitución del cociente de las variables en juego. Durante el periodo conocido como “sustitución de importaciones” la respuesta negativa del cociente de las exportaciones e importaciones al nivel de actividad económica nacional es mucho menor que la observada durante el llamado “nuevo modelo de desarrollo”. Similarmente, la cuenta externa es mucho más sensible en el presente que en el pasado a la economía de Estados Unidos y al tipo de cambio real. En resumen, dadas las elasticidades ingreso y sustitución contenidas en (3) y (4), salta a la vista la relevancia de impulsar la competitividad de la moneda. Un tipo de cambio real competitivo permitiría abaratar nuestras exportaciones y encarecer las importaciones, disminuyendo la fragilidad del equilibrio externo y delineando, así, una senda de crecimiento económico sostenible. Otro efecto positivo de dicha política sería la generación de eslabonamientos productivos en el territorio nacional.

Alternativas cambiarias

En esta última sección nos ocuparemos del futuro, no ya del pasado. Aquí pretendemos examinar varias propuestas de política cambiaria, descartando algunas que creemos insuficientes, y concluyendo con una exposición de aquéllas que consideramos pertinentes para una economía pequeña y abierta.

Antes, dado que el mercado de dinero incide de manera inmediata sobre el cambiario, no está de más realizar una primera aproximación al marco legal del Banco de México. Éste tiene su origen en uno de los párrafos del artículo 28 constitucional: “El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional”. ¿Qué podemos decir de esos mandatos constitucionales? La autonomía está fuera de toda duda, al menos mientras no haya una desvalorización de dicha práctica en los países desarrollados. Además, los economistas mexicanos parecen apoyar en su mayoría la autonomía. En una encuesta levantada por Urzúa (2006a), dos terceras partes de los 360 entrevistados estuvieron de acuerdo con el postulado de que “a mayor autonomía del banco central, mayor estabilidad y crecimiento económico”. Respecto al otro mandato constitucional, el que establece que el único objetivo prioritario del Banco de México será la estabilidad de los precios, se comentará de manera intermitente a lo largo de la siguiente revisión de las opciones cambiarias.

Una alternativa insuficiente: el status quo. Comencemos examinando el actual régimen cambiario de flotación administrada, el cual debe ser visto en conjunción con una política monetaria cuya meta inflacionaria ha sido en los últimos años de 3% anual. No está de más poner lo anterior contra la luz, o más bien contra la sombra, de los magros logros obtenidos en el presente sexenio que está por concluir: un crecimiento anual promedio menor al obtenido por cualquier administración en el México moderno, a excepción del sexenio de Miguel de la Madrid (1982-1988); y una generación de empleos en el sector formal que sólo alcanzó a cubrir a menos de un millón de personas de los seis millones que se incorporaron a la población económicamente activa a lo largo de su sexenio.

¿Cómo es que ocurrió lo anterior? Los factores externos influyeron en ello, pero, en balance, de manera positiva. Si bien es cierto que la desaceleración de la economía estadounidense en 2001-2002 propició parcialmente el estancamiento de la economía mexicana durante la primera mitad del sexenio, también lo es que su despegue posterior liberó del letargo al sector manufacturero mexicano.⁴ Y a lo anterior debe añadirse, como señalábamos en una sección anterior, el repunte en el precio mundial del petróleo durante la segunda mitad del actual sexenio, así como el extraordinario incremento en las remesas de connacionales, debido a la creciente emigración y a un descenso en los costos de los envíos monetarios.

¿Qué factores internos explican entonces ese magro desempeño? Hay muchos, pero dado el título del presente documento, ceñiremos nuestros comentarios a los ámbitos cambiario y monetario. En primer lugar hay que citar lo obvio: el llamado “corto” no representa exclusivamente una señal respecto al compromiso antiinflacionario de la

⁴ De hecho, de 2001 a 2005 el crecimiento del PIB estadounidense siempre dominó al mexicano. El primero creció en esos años 0.8, 1.6, 2.7, 4.2, y 3.5, mientras que el segundo sólo en -0.2, 0.8, 1.4, 4.2 y 2.9 por ciento.

autoridad monetaria. En este sentido, la apreciación del peso frente al dólar ha sido un resultado parcial de la política monetaria sobre-restrictiva instrumentada en los últimos años.⁵

En segundo lugar, hay que recordar que el alza del precio del dinero atrae dólares del resto del mundo al país, contribuyendo a la generación de un exceso de oferta en el mercado de divisas y a la acumulación de reservas internacionales y, consecuentemente, a una apreciación del peso frente al dólar. Así, el Banco de México incide indirectamente en el mercado cambiario. Algunos productores se benefician, ya que sus costos derivados de las importaciones se reducen, posibilitando el incremento de sus márgenes de ganancia sin alterar sus precios. Este “traspaso” ha sido estudiado por, entre otros, Galindo y Guerrero (2000), y su reducción parece ya representar un hecho estilizado para el caso de los países emergentes. Al respecto, según Ortiz (2005, lámina 15) el traspaso ha disminuido a partir de enero del 2001.

En tercer lugar, hay que señalar que el marco normativo del banco central es insuficiente. La redacción de la *Ley del Banco de México* parece incompleta al destacar el “objetivo prioritario” sin explicitar, en buena lógica, a los no prioritarios. Adicionalmente, su marco normativo no abunda respecto a la propia conducción de la política monetaria. No resulta menor la sustitución del ancla nominal basada en el tipo de cambio nominal por la meta inflacionaria, o el proceso largo de relevo del objetivo correspondiente a la cantidad de dinero por la aplicación de los cortos, y en un futuro cercano su reemplazo por la tasa de interés como instrumento directo.

⁵ En 2006, año electoral, se ha visto una relajación en la política monetaria que se ha traducido en menores tasas de interés.

La aplicación del corto presiona al alza las tasas de interés, y aprecia al peso respecto al dólar. Ambos resultados favorecen al logro del “objetivo prioritario”, y particularmente el segundo crea la ilusión temporal de un mayor poder adquisitivo, pero ambos tienen un efecto dañino, no visible en el corto plazo. El desalineamiento del peso frente al dólar deteriora seriamente, bajo una perspectiva de mediano y largo plazos, a la estructura y al funcionamiento de la economía, y disminuye gravemente su eficiencia al distorsionar al conjunto de precios relativos. Afirmar entonces que el tipo de cambio nominal observado es de equilibrio, o lo que es equivalente, que la valuación real del peso frente al dólar es la justa, es simplemente incorrecto.

Otra alternativa insuficiente: la dolarización. El tema de una posible dolarización por parte de México ha estado sobre la mesa de discusión desde hace un largo tiempo.⁶ Para desechar esa propuesta bastaría simplemente con señalar que tal medida unilateral carecería de toda legitimidad política entre los mexicanos, pero bien vale la pena dedicar algunos párrafos a revisarla desde un punto de vista meramente económico.

Nótese de entrada que cuando se habla de dolarización se habla de una medida unilateral. No sólo México, ni siquiera Canadá podría imaginar que Estados Unidos aceptase formar una unión monetaria en un futuro cercano, pues eso significaría que tendría que compartir con sus socios desde el señoreaje hasta las sillas en la junta de gobierno del que sería un banco central supranacional.

⁶ Un ejemplo es el seminario internacional organizado por el Instituto Tecnológico Autónomo de México en diciembre de 1999. Varios de esos trabajos fueron publicados posteriormente por el *Journal of Money, Credit and Banking* (2002, vol. 33, núm. 2).

Dicho esto, podemos ahora listar algunas de las ventajas y desventajas de una dolarización unilateral. Entre los aspectos positivos para la economía mexicana que se mencionan podemos citar tres: una reducción en los costos de transacción con el exterior; una suavización del ciclo económico; y una disminución significativa de la prima por riesgo país. El primero de ellos lo aceptamos de inmediato. El segundo también, siempre y cuando se subraye que una suavización del ciclo no está ligada necesariamente con una mayor tendencia de crecimiento económico. El tercero no es, sin embargo, obvio. Si bien es cierto que tras una dolarización la nueva prima por riesgo país debería tender a disminuir al ya no haber riesgo cambiario (ni prima por inflación arriba de la estadounidense), también es cierto que persistiría una prima por riesgo de incumplimiento de un gobierno que dependería tan solo de su política fiscal.

A cambio de lo anterior, con la dolarización unilateral se perdería el señoreaje, un monto nada desdeñable. Adicionalmente, no habría un prestamista de última instancia en caso de una crisis financiera, tampoco poca cosa. Finalmente, quedaríamos a merced de las políticas cambiaria y monetaria de un país que últimamente parece ir dando tumbos.

Una alternativa inconsistente: más mandatos. En la encuesta mencionada con anterioridad (Urzúa 2006a), 70% de los entrevistados estudiaron de acuerdo con el siguiente postulado: “todo banco central debiera incluir dentro de sus objetivos el empleo y/o el crecimiento económico”. A primera vista parece una propuesta muy razonable, especialmente si se recuerdan los mandatos establecidos en la segunda sección de la ley de la Reserva Federal estadounidense: “shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to

promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates”. Pero la razón de peso que explica que el banco central estadounidense tenga tantos mandatos de manera simultánea es, por supuesto, que dicho organismo no es autónomo. El dar a un banco central autónomo metas de empleo o crecimiento económico además de una meta inflacionaria, trasladaría a éste el problema que antes enfrentaban las autoridades hacendarias: cómo establecer de una manera consistente y creíble los instrumentos a emplearse para alcanzar las múltiples metas. Además, habría otro problema mayor y alarmante: el destino del país estaría en manos de una autoridad autónoma, cuya rendición de cuentas constituye un vacío normativo.

Una alternativa adecuada pero irreal. Imaginemos, por un instante, que el banco central fijase una meta inflacionaria socialmente óptima, es decir, una meta inflacionaria que considerara, entre varios puntos, los siguientes hechos. En primer lugar, que una tasa de inflación parecida a la de Estados Unidos, esto es 3%, sobrestima significativamente, por conceptos de calidad, sustitución e introducción de nuevos productos, la verdadera, según apunta Guerrero (2006b). En segundo lugar, que de acuerdo a muchos estudios empíricos, por ejemplo Urzúa (2006b), el umbral de inflación donde ésta se vuelve dañina y no benéfica para el crecimiento económico es, aunque probablemente de un solo dígito, ciertamente mayor a 3%. En tercer lugar, que la meta de crecimiento económico requerida por la población es ciertamente mayor a la que el banco central está implícitamente considerando. Si pusiese la atención adecuada a cada uno de esos puntos, los autores no tendrían ningún problema en respaldar un régimen de flotación, el que por lo demás está siendo seguido por muchos países, y una política monetaria soberana. Pero, ¿podría

materializarse el deseo de que el Banco de México la meta se fijen de acuerdo a una tasa de inflación socialmente óptima? Desafortunadamente, como afirma Willem H. Buiter al principio del texto, en México, como en muchos otros países, parece que los bancos centrales no están dispuestos no digamos a conversar, ni siquiera a escuchar, bajo un principio democrático elemental, los puntos de vista no alineados con los suyos.

La mejor alternativa. La duda respecto a la posibilidad de que se pudiese concretar la pasada alternativa nos lleva a postular una más realista: el que las autoridades fiscales pugnen, a través de la Comisión de Cambios, por establecer un régimen cambiario que le proporcione de manera indirecta cierto control sobre las metas inflacionarias fijadas por el banco central, y que al mismo tiempo restaure la competitividad del tipo de cambio real. La propuesta es establecer un *piso* al tipo de cambio nominal que responda a lo que nos gusta llamar un tipo de cambio real secularmente competitivo. ¿Cómo se determinaría éste? La falta de espacio y la naturaleza técnica del asunto nos impide explayarnos al respecto, por lo que bastará aquí dar algunas referencias tales como: Morgan Securities (2000), Williamson (1994), y Wren-Lewis y Driver (1998). Sobra precisar que, siguiendo un principio elemental en macroeconomía, los agentes económicos conocerían cómo se estimaría el piso cambiario, y cuándo se actualizaría su valor.

En el pasado registramos fases de expansión económica acelerada seguidas de crisis recurrentes, y escasez de divisas; pero recientemente las entradas extraordinarias de dólares derivadas de las exportaciones petroleras y de las transferencias de los trabajadores migrantes, más la captación de flujos de capital atraídos por el diferencial de tasas de interés han ocasionado un exceso de oferta de dólares. En este sentido, la aplicación de un

mínimo cambiario sería creíble ya que, a diferencia del pasado, no se trataría de “defender” a una moneda apreciada, sino exactamente lo contrario. Así las cosas, no habría motivo para especular contra una caída en el valor del peso.

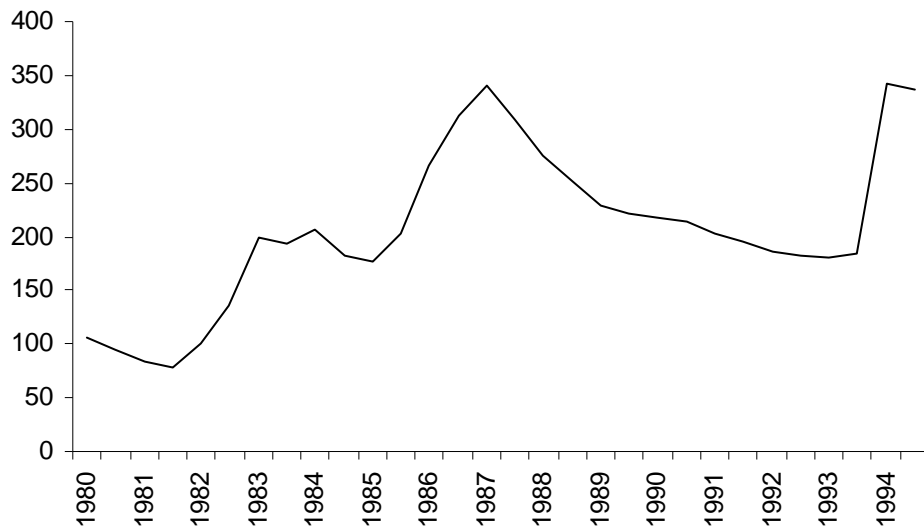
Sobra añadir, por último, que el establecimiento de nuestra propuesta de política implicaría disponer de dos anclas nominales, generando un escenario de potencial incompatibilidad que se resolvería a favor de una de las metas, inflacionaria o cambiaria, o estableciendo una mezcla de ambas. Aquí el diálogo constructivo al seno de la Comisión de Cambios sería la condición necesaria y suficiente para su éxito.

Referencias bibliográficas

- Banco de México, *Informe Anual*, varios años, México: Banco de México.
- Buiter, W.H. (2005), “New Developments in Monetary Economics: Two Ghosts, Two Eccentricities, a Fallacy, a Mirage and a Mythos”, *The Economic Journal*, vol. 115, núm. 502, pp. 1-31.
- Calvo, G. y C. Reinhart (2002), “Fear of Floating”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, núm. 2, pp. 379-408.
- Dornbusch, R. y A. Werner (1994), “Mexico: Stabilization, Reform and No Growth”, *Brookings Papers in Economic Activity*, núm. 1, pp. 253-315.
- Galindo, L.M. y C. Guerrero (2000), “Los Determinantes del Nivel de Precios en México: Un Enfoque Heterodoxo”, *Revista de Economía Política*, vol. 20, núm. 4, pp. 83-101.
- Ghoshroy-Saha, A. y H. van den Berg (1996), “Mexico’s Futile Attempt to Defy Purchasing Power Parity”, *Applied Economic Letters*, vol. 3, pp. 395-399.
- Gil Díaz, F. y A. Carstens (1996), “One Year of Solitude: Some Pilgrim Tales about Mexico’s 1994-1995 Crisis”, *American Economic Review*, vol. 86, núm. 2, pp. 164-169.
- Grandes, M. y H. Reisen (2005), “Regímenes Cambiarios y Desempeño Macroeconómico en Argentina, Brasil y México”, *Revista de la CEPAL*, núm. 86, agosto, pp 7-28.
- Guerrero, C. (2006a), “Thirlwall’s Law with an Emphasis on the Ratio of Exports/Imports Income Elasticities in Latin American Economies during the Twentieth Century”, *Estudios Económicos*, vol. 21, núm. 1, pp. 23-43.
- Guerrero, C. (2006b), “Measurement Errors in Mexican Consumer Price Index”, documento de trabajo, EGAP, Ciudad de México.
- Ibarra, D. (2005), *Ensayos sobre Economía Mexicana*, México: Fondo de Cultura Económica.

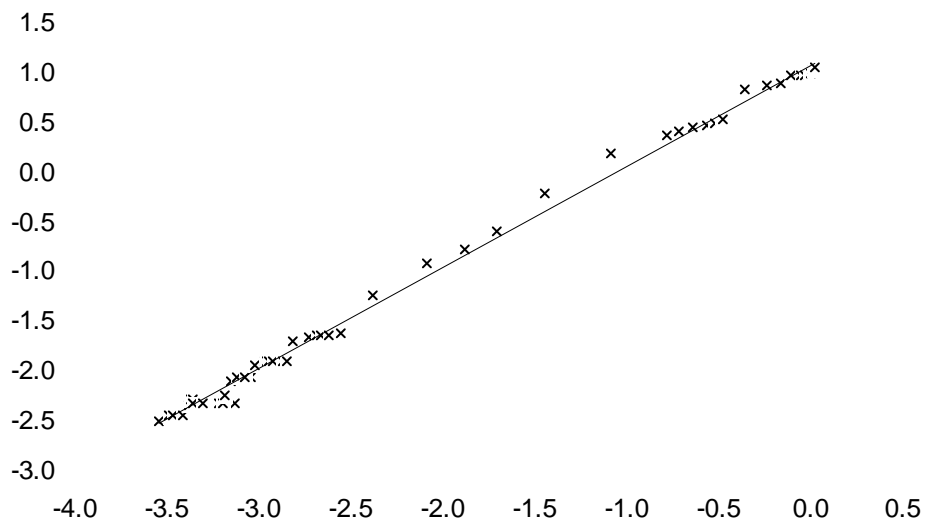
- López, J. y A. Cruz (2000), "Thirlwall's Law and Beyond: The Latin American Experience", *Journal of Post Keynesian Economics*, núm. 3, pp. 477-495.
- Moreno-Brid, J.C. (1999), "Mexico's Economic Growth and the Balance of Payments Constraint: A Cointegration Analysis", *International Review of Applied Economics*, núm. 2, pp. 149-159.
- Morgan Securities, J.P. (2000), *An Introduction to J.P. Morgan's Emerging Markets Real Exchange Rate Model: Theory and Econometrics*, en <http://www.utdt.edu/~fsturzen/DruasioRERMIntro.pdf>.
- Núñez, J.A. y C.M. Urzúa (1996), "The Mexican Inter-temporal Budget Constraint: Persistent Signals of an Eventual Collapse", *Estudios Económicos*, vol. 11, núm. 2, pp. 167-180.
- OECD (2006), "PPPs for GDP Series"; en www.oecd.org/dataoecd/61/56/1876133.xls.
- Ortiz, G. (2005), "Reducción de la Inflación y Transformación de la Economía Mexicana", *Conferencia por el 80 Aniversario de El Banco de México*, en <http://www.banxico.org.mx/gPublicaciones/Seminarios/esp/dgie/80aniversario/OrtizPresEsp.pdf>.
- Urzúa, C.M. (1997), "How to Provoke an Economic Crisis: The Mexican Way", en M. Serrano, comp., *Mexico: Assessing Neo-Liberal Reform*, Londres: University of London, pp. 97-106.
- Urzúa, C.M. (2006a), "Consensos y Disensos entre los Economistas Mexicanos", documento de trabajo, EGAP, Ciudad de México.
- Urzúa, C.M. (2006b), "Inflation and Growth: A Singular Relation?", documento de trabajo, EGAP, Ciudad de México.
- Williamson, J. (1994), *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, comp., Washington: Institute for International Economics.
- Wren-Lewis, S. y R.L. Driver (1998), *Real Exchange Rates for the 2000*, Washington: Institute for International Economics.

Gráfica 1
Tipo de cambio real ligado a los costos unitarios laborales (1980=100)



Fuente: elaboración propia con base a información proporcionada por el Banco de México, datos semestrales.

Gráfica 2
Tipo de cambio nominal y su atractor basado en el diferencial de precios internos-externos, 1930-2005

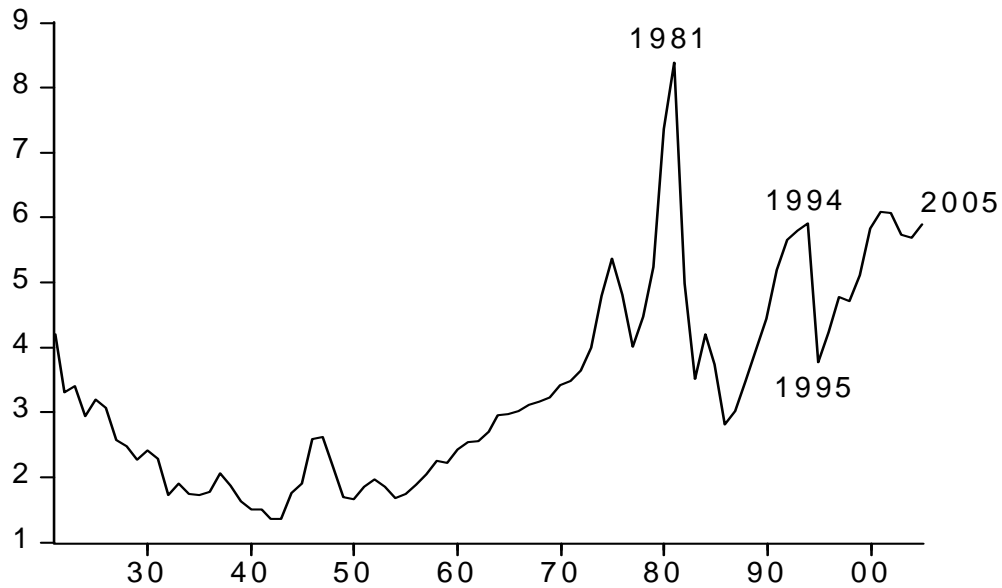


Fuente: elaboración propia con base a información proporcionada por el Banco de México, y el Bureau of Labor Statistics.

Cuadro 1
Mediciones del desalineamiento del peso frente al dólar

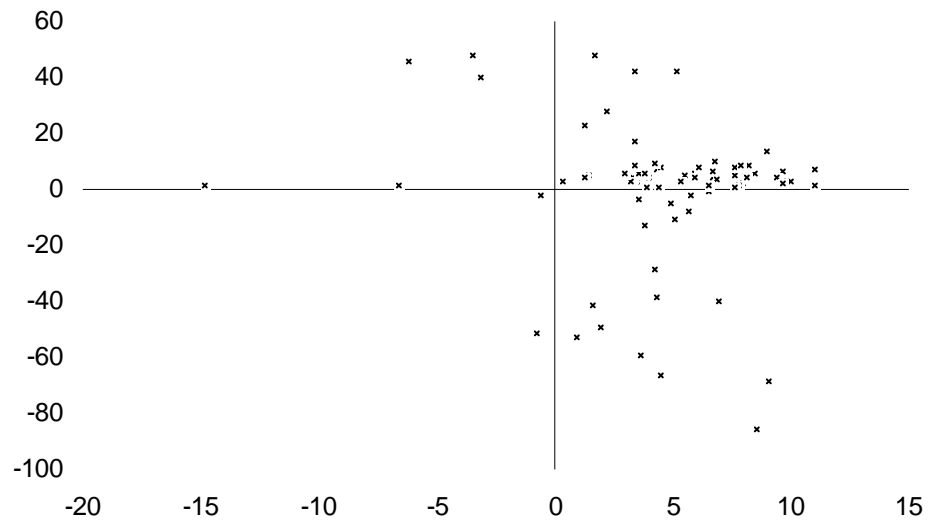
	<i>Mercado</i>	Tipos de cambio ajustados según el diferencial de inflaciones								
1996	7.89	7.89								
1997	8.15	8.37	8.15							
1998	9.95	8.89	8.57	9.95						
1999	9.60	9.43	9.02	10.31	9.60					
2000	9.80	10.01	9.48	10.68	9.85	9.80				
2001	9.26	10.63	9.98	11.06	10.11	10.00	9.26			
2002	10.54	11.28	10.49	11.45	10.37	10.20	9.43	10.54		
2003	11.33	11.97	11.04	11.86	10.64	10.41	9.60	10.68	11.33	
2004	11.32	12.71	11.61	12.29	10.92	10.62	9.77	10.82	11.43	11.32
2005	10.77	13.49	12.21	12.73	11.20	10.83	9.95	10.96	11.54	11.31

Gráfica 3
Tamaño relativo de la economía mexicana, 1921-2005 (en por ciento)



Fuente: elaboración propia con base a información proporcionada por el Banco de México, Bureau of Economic Analysis, e INEGI.

Gráfica 4
La restricción externa al crecimiento de México, 1930-2004



Fuente: elaboración propia con base a información proporcionada por el Banco de México e INEGI.